

Luiss

Libera Università
Internazionale
degli Studi Sociali
Guido Carli
Guido Carli

CERADI

Fondi Comuni: *market timing late trading* Doveri Fiduciari e Conflitto D'interessi.

Eugenio Simone de Nardis

Novembre 2004

© Luiss Guido Carli. La riproduzione è autorizzata con indicazione della fonte o come altrimenti specificato. Qualora sia richiesta un'autorizzazione preliminare per la riproduzione o l'impiego di informazioni testuali e multimediali, tale autorizzazione annulla e sostituisce quella generale di cui sopra, indicando esplicitamente ogni altra restrizione

INDICE

ABSTRACT.	3
1. INTRODUZIONE	4
2. IL <i>MARKET TIMING</i>.	6
2.1 Gli interventi dei <i>regulators</i>.	12
3. IL <i>LATE TRADING</i>.	16
4. LA <i>FUND GOVERNANCE</i>.	19
5. <i>FUND DISCLOSURE</i>.	25
6. DOVERI FIDUCIARI E CONFLITTO D'INTERESSI.	27
7. SPUNTI DI RIFLESSIONE ITALIANI: IL DDL SUL RISPARMIO.	33
8. CONCLUSIONI.	36

Abstract.

In questo articolo verranno brevemente esaminate le questioni che più recentemente hanno coinvolto i fondi comuni americani: *market timing* e *late trading*. Prima di svolgere considerazioni generali sulle situazioni di conflitto d'interessi nei fondi comuni americani, si tratterà di alcune delle più recenti regole e proposte della SEC mirate non solo a combattere le pratiche del *market timing* e del *late trading* ma a ristabilire una *governance* quanto più possibile priva di situazioni di conflitto d'interesse. Per non ampliare eccessivamente il campo d'indagine, si farà solo breve cenno ad altre questioni collaterali quali ad esempio il mancato riconoscimento dei *breakpoint discounts*¹. Si concluderà l'analisi con una breve ricognizione delle nuove proposte fornite nel disegno di legge sul risparmio italiano che, trattando in particolare del conflitto d'interessi negli organismi di investimento collettivo del risparmio, sembra aver colto il problema di fondo rivelatosi, nella sua massima

¹ La SEC ha recentemente adottato una *final rule* che comporta modifiche, con riguardo agli sconti dovuti agli investitori (*breakpoint discounts*), al form N-1A usato dai fondi per la registrazione presso la SEC stessa. Le quote di fondi comuni sono vendute in diversi modi, in alcuni casi senza spese di vendita aggiuntive. Le quote acquistate attraverso un *broker-dealer* o altro intermediario sono spesso sottoposte ad una spesa aggiuntiva (*front-end sales load*) che viene calcolata come una percentuale del costo di acquisto delle quote. Il *broker-dealer* riceve la propria remunerazione dai compensi derivanti da questo *front-end sales load*. I fondi comuni che impongono tali spese solitamente mutano percentuale per il calcolo delle spese a seconda dell'entità dell'investimento. Così, un investimento di entità maggiore si vedrà imposto un *sales load* inferiore. I livelli di investimento necessari per poter usufruire di una spesa aggiuntiva inferiore (i.e. una percentuale più bassa), sono comunemente chiamati '*breakpoints*'.

Un fondo comune che offre *breakpoint discounts* deve darne informazione (assieme alla tabella relativa dei *breakpoints*) nel prospetto. Allo stesso modo, un *broker-dealer* che vende quote di fondi, deve informare gli investitori riguardo ai *breakpoints*.

Nel 2002, vennero alla luce vari casi in cui gli investitori non avevano ricevuto i *breakpoint discounts* che gli spettavano. Le autorità hanno annunciato procedure contro 15 *brokers* (ad es. UBS Financial Services Inc., H.D. VEST Investment SECurities, Wachovia SECurities) per non aver concesso gli sconti durante il 2001 ed il 2002. Gli intermediari hanno già pattuito di compensare gli investitori per circa \$21.5 milioni.

L'emendamento della SEC impone che i fondi descrivano brevemente nel prospetto le operazioni che danno diritto agli sconti. Si dovrà anche rendere noto nel prospetto i metodi usati nel determinare il valore delle partecipazioni e di conseguenza il diritto agli sconti. A ciò si accompagnano tutta una serie di informazioni aggiuntive la cui conoscenza è necessaria per l'esercizio effettivo del diritto. Il fondo dovrà poi dichiarare nel prospetto se rende accessibile attraverso un sito web le informazioni riguardanti le *sales loads* ed i *breakpoints* del fondo. Il fondo che non utilizza un tale strumento aggiuntivo deve spiegare tale scelta.

L'emendamento è entrato in vigore il 23 luglio 2004 e coinvolge tutte le registrazioni o modifiche che avverranno dopo il 1 settembre 2004.

situazione patologica, nell'esperienza statunitense. Sarà interessante valutare fino a che punto ciò sia vero, con una critica propositiva.²

1. Introduzione

Gli scandali finanziari di Enron, Worldcom e Tyco continuano a portare ripercussioni propulsive al sistema finanziario americano. La crisi delle norme e del diritto si va spostando verso i fondi comuni. L'epicentro dello scandalo si sviluppa ancora una volta attorno ai doveri fiduciari (*fiduciary duties*) a cui sono tenuti coloro che gestiscono il denaro altrui (i.e. il denaro di quella fragile categoria che sono i risparmiatori/investitori). La *private litigation* - il ricorso all'intervento delle Corti nell'applicazione delle norme civilistiche per il risarcimento danni - sta dando una forte dimostrazione della sofisticazione che ha raggiunto oltreoceano. Non sorprende quindi che anche da noi si sia ad esempio parlato di *class actions* - in particolare a seguito dei casi Cirio e Parmalat.

L'industria dei fondi comuni statunitensi ha vissuto un *trend* di forte crescita nell'ultimo decennio. I dati del 2003 riportano un investimento di 7 mila miliardi di dollari; vi sarebbero coinvolti il 20% dei risparmi delle famiglie americane.

I fondi comuni sono disciplinati principalmente dall'Investment Company Act del 1940 il quale ne regola la struttura e l'operazione. Il Securities Act del 1933 impone poi la registrazione a livello federale di tutte le offerte al pubblico di strumenti finanziari, incluse le quote di fondi comuni. Tale regolamentazione richiede ad esempio che tutti gli investitori interessati ricevano un prospetto informativo relativo all'offerta. Il Securities Exchange Act del 1934 disciplina gli intermediari (*brokers-dealers*) imponendo loro la registrazione con la Securities and Exchange Commission (SEC). L'Investment Advisers Act del 1940 richiede invece la registrazione a livello federale di tutti gli *investment advisers* di fondi comuni. Questa legge contiene una serie di disposizioni disciplinanti la frode ed impone una serie di doveri specifici ai consulenti.

In genere i fondi comuni sono gestiti dall'esterno; le loro operazioni sono condotte da organizzazioni affiliate o indipendenti (*investment adviser* e *manager*). Gli investitori hanno il diritto di eleggere il consiglio di gestione al quale spetta il

² La Financial Services Authority Britannica ha ad esempio già ordinato il risarcimento ad alcuni gestori di fondi comuni per alcune pratiche di *market timing* ancorché si dichiarò incoraggiata da un'industria in cui sembrano esserci meno violazioni di doveri fiduciari rispetto all'esperienza statunitense (Financial Times 19.3.04).

controllo sulle attività del fondo ed in particolare l'approvazione del contratto con la società di gestione/consulenza e gli altri prestatori di servizi. L'*investment adviser* o la *management company* gestiscono il portafoglio titoli del fondo in relazione agli obiettivi descritti nel prospetto del fondo.

Gli scandali più recenti hanno riguardato le pratiche del '*market timing*' e del '*late trading*' ed hanno portato all'individuazione di numerose situazioni di conflitto d'interessi. Nel settembre 2003 il Procuratore dello stato di New York rendeva pubblico l'accordo con multa e risarcimento con la Canary Capital (un *hedge fund*) per l'attività illecita (di *market timing* e *late trading*) svolta in numerosi fondi comuni facenti riferimento a: Bank of America; Janus; Strong; Fidelity; Banc One ed altri. Le indagini scaturite da questi due filoni d'inchiesta hanno però aperto una breccia che tarda a richiudersi ed anzi sembra dilatarsi: ingiustificato arricchimento personale; accordi nascosti con *brokers*, *hedge funds* ed organizzatori di piani pensione; mancata applicazione di sconti obbligatori.

La reazione delle autorità, sia a livello statale che federale³, è stata quella della massima intransigenza, con multe e risarcimenti di notevole entità a seguito di indagini sempre più particolareggiate (si pensi a Bank of America, a cui è stata comminata una multa pari a 675 milioni di dollari, se si comprende la multa inflitta alla poi fusa FleetBoston financial e la riduzione nelle *fees*). A ciò la SEC in particolare ha aggiunto una 'tattica aggressiva' nella proposizione di nuove regole⁴, in particolare

³ La convivenza fra le autorità statali (Attorney general) e quelle federali (la SEC) non è stata sempre priva di fraintendimenti: più volte la SEC non ha apprezzato il comportamento di alcune autorità statali ed in particolare dell'*Attorney General* di New York, Spitzer. Spitzer si è schierato apertamente contro alcune politiche della SEC ad esempio con riguardo alla riduzione nelle *fees*, imposte dallo stesso, ma non dalla SEC, negli accordi con alcuni *investment advisers*. V. Financial Times 17.12.03 p. 32 '*Regulators' tensions flare over fund fees deal: Spitzer uses a baseball bat to bring change*', di A. Michaels e D. Brewster; Financial Times 11.9.03 p. 14 '*Busted by the Feds: The SEC must take the lead in regulating financial services*'.

⁴ Investment Company Act Release n. 26363 (Mar. 11, 2004) [69 FR 12752 (Mar. 17, 2004)] (proposta per potenziare gli obblighi di *disclosure* riguardo ai *portfolio managers* dei fondi comuni); Investment Company Act Release No. 26375A (Mar. 5, 2004) [69 FR 11762 (Mar. 11, 2004)] (proposta per imporre una ritenuta obbligatoria sulle negoziazioni a breve); Investment Company Act Release No. 26372 (Feb. 27, 2004) [69 FR 11244 (Mar. 9, 2004)] (obbligo di *disclose* le spese del fondo nei rapporti agli investitori); Investment Company Act Release No. 26356 (Feb. 24, 2004) [69 FR 9726 (Mar. 1, 2004)] (proposta di proibire l'utilizzo di commissioni per l'attività di *brokerage* per finanziare la distribuzione delle quote del fondo); Investment Company Act Release Nos. 33-8433; 34-49909; (23 giugno 2004) IC-26486; File No. S7-08-04] RIN 3235-AJ10 (potenziamento degli obblighi di *disclosure* in relazione all'approvazione del contratto con l'*investment adviser*); Investment Company Act Release Nos. IA-2256, IC-26492; File No. S7-04-04 (2 luglio 2004) RIN 3235-AJ08 (obbligo di un codice etico per l'*investment adviser*); Investment Company Act Release No. IC-26520; File No. S7-03-04 (27 luglio 2004) 17 CFR Part 270 RIN 3235-AJ05 (emendamenti per una maggiore indipendenza dei consigli di gestione dei fondi); Investment Company Act Release No. 26299 (Dec. 17, 2003) [68 FR 74713 (Dec. 24, 2003)] (imponendo ai fondi ed ai consulenti di adottare politiche e procedure miranti alla prevenzione di qualunque violazione della *federal securities laws*); Investment Company Act Release N.

dopo essere stata accusata di mancata diligenza nei controlli⁵. L'obiettivo è ovviamente quello di ristabilire la fiducia degli investitori.

2. Il *market timing*.

La pratica del '*market timing*' consiste nel frequente acquisto e rivendita di azioni dello stesso fondo comune, oppure nell'acquisto o nella vendita delle azioni di fondi comuni per approfittare di inefficienze tecniche nella determinazione del prezzo delle quote del fondo (c.d. *arbitrage market timing*).

La pratica del *market timing* non è illegale *per se*, ma può danneggiare gli altri investitori, diluendo il valore delle loro quote (se il *market timer* sta sfruttando inefficienze nella determinazione del prezzo), o interferendo nella gestione del portafoglio d'investimento del fondo. Una tale pratica può quindi imporre ad un fondo costi che dovranno essere sopportati dagli altri partecipanti: un incremento nella tassazione (per es. *capital gains tax*); un aumento nei costi di 'transazione'; prospettive reddituali inferiori⁶.

Numerosi prospetti informativi di fondi comuni si schierano apertamente contro tale pratica, nella loro veste di fiduciari, e cercano di limitarla – almeno ufficialmente. Nella pratica però, molti gestori di fondi hanno concluso accordi con alcuni *hedge funds* in cambio di determinate contropartite quali la garanzia dell'acquisto di un determinato numero o tipo di *assets*.

Si prenda ad esempio il caso della Alliance Capital⁷, una *limited partnership* del Delaware operante a New York, *investment adviser* di numerosi fondi comuni. A novembre 2003 Alliance Capital deteneva circa 456 miliardi di dollari di attività sotto la sua gestione. Alliance ha recentemente concluso un accordo con le autorità (SEC e Procuratore) per la multa ed il risarcimento dovuto per le pratiche di *market timing*

33-8427; 34-49817; IC-26464; File No. S7-28-0317 (7 giugno 2004) CFR Parts 239 and 274 RIN 3235-AI95 (emendamenti che potenziano gli obblighi di *disclosure* riguardanti i *breakpoint discounts*); Investment Company Act Release No. 26288 (Dec. 11, 2003) [68 FR 70388 (Dec. 17, 2003)] (proposta per modificare le procedure che disciplinano la determinazione del prezzo delle quote dei fondi per prevenire il *late trading* ecc.

⁵ In particolare, Financial Times 8.3.04 p. 25 riporta con divertente espressione il pensiero di chi accusava la SEC attribuendole di essersi "addormentata al volante...".

⁶ Sul punto in dottrina ad esempio J. T. Greene e C. W. Hodges, *The Dilution impact of daily fund flows on open-end Mutual funds*, in J. Fin. Econ., 2001, p. 20.

⁷ Investment Advisers Act of 1940 Release N. 2205A e 26312A (15 gennaio 2004) Administrative proceeding File N.3-11359.

La SEC ha ritenuto che fosse nell'interesse pubblico⁸ della quale essa è garante con riferimento al mercato finanziario, istituire una procedura amministrativa contro la Alliance per gli accordi negoziati e mai resi noti, con soggetti che conducevano pratiche di *market timing* e ciò a detrimento degli interessi degli investitori dei fondi gestiti dalla Alliance. Gli accordi prevedevano in particolare la possibilità che alcuni soggetti compiessero pratiche di *market timing* obbligandosi in cambio ad investire negli *'sticky assets'* di alcuni *hedge funds*, fondi comuni ed altri veicoli di investimento gestiti dalla Alliance Capital, la quale vedeva così, fra l'altro, incrementare i propri guadagni (gli *advising fees* sono calcolati come percentuale delle somme gestite).

I prospetti dei fondi comuni, schierandosi apertamente contro la pratica del *market timing* creavano l'affidamento che la Alliance si producesse in un'attiva opera di prevenzione contro tale pratica. La Alliance non aveva invece informato il pubblico degli accordi con i quali consentiva tale pratica. Nel 2003, il *market timing* nei fondi della Alliance riguardava una cifra che si aggirava intorno ai 600 miliardi di dollari.

Inoltre, la Alliance aveva fornito informazioni confidenziali sul portafoglio titoli di alcuni fondi ad almeno un *market timer*, avvantaggiandolo rispetto al resto del mercato ed a danno degli investitori. Nel 2001, come parte del programma che vedeva la Alliance apertamente contro le pratiche di *market timing* era stato persino costituito un apposito settore nel personale amministrativo, il cui compito era di regolare e vigilare sui rapporti tra la Alliance Capital ed i *market timers*.

⁸ La sezione 203(i) dell'Investment adviser's act del 1940, rubricata *'Determinazione dell'interesse pubblico'*, contiene un elenco di caratteristiche che un comportamento deve rivestire affinché si possa ritenere che l'interesse pubblico sia stato leso, ai fini della irrogazione di una sanzione.

“Nel considerare, nell'ambito di questa sezione, se una sanzione è nell'interesse pubblico, la SEC può considerare:

(A) Se l'atto o l'omissione in relazione al quale sta valutando l'irrogazione della sanzione riguarda frode, falsità, manipolazione, o la deliberata o spregiudicata mancata osservanza di requisiti regolamentari;

(B) Il danno ad altre persone che sia effetto diretto od indiretto di tale atto od omissione;

(C) Fino a che punto vi sia stato un arricchimento ingiustificato, prendendo in considerazione qualunque risarcimento o restituzione fatta alle persone danneggiate da un tale comportamento;

(D) Se il soggetto è stato ritenuto – da parte della SEC o un altro ente regolatore – colpevole di aver violato le *Federal securities laws, State securities laws*;

(E) La necessità di dissuadere un tale soggetto ed altri dal commettere tali atti od omissioni;

(F) altre questioni richieste dalla giustizia.

Il più grande *market timer* nei fondi Alliance era D. Calugar, il proprietario di Security Brokerage, Inc., un *broker-dealer* di Las Vegas, a cui venivano consentite tali pratiche in cambio di investimenti in alcuni *hedge funds* della Alliance: si era arrivati a pattuire un rapporto fra attività sottoposta a *market timing* ed investimenti di Calugar negli *hedge funds* della Alliance (inizialmente un rapporto pari a 10:1, poi aumentato). All'inizio del 2003 gli investimenti di Calugar erano divenuti essenziali per i *hedge funds* di Alliance⁹.

Un altro grande *timer* nei fondi Alliance era un gruppo di entità finanziarie facenti capo a Canary Investment Management, LLC, controllati da Edward J. Stern (in relazione proprio a Canary cominciò la prima indagine nel *market timing* e vi fu la prima multa nel settembre 2003). Canary ottenne la possibilità di porre in essere operazioni di *market timing* in cambio dell'investimento negli *hedge funds* di Alliance, altri fondi comuni di Alliance, e gestioni private di portafogli di investimento della stessa. Alliance Capital consentì inizialmente (in seguito mutò anche questa cifra) a due dollari di capacità di *market timing* in un determinato fondo per ogni dollaro investito in un suo *hedge fund*. Alliance forniva poi anche informazioni confidenziali sui portafogli di investimento di alcuni fondi in tempo reale.

Dall'inizio del 2001 a metà del 2003, Alliance Capital negoziò poi accordi analoghi con altri *brokers* (circa 18). Gli accordi riguardavano in particolare il numero di '*round trips*' (i.e. il numero di entrate ed uscite dal fondo) in un determinato periodo e la cifra massima che poteva essere interessata dal *market timing*

In quanto *investment adviser*, Alliance Capital aveva il dovere fiduciario nei confronti degli investitori¹⁰ di perseguire i loro interessi e non di utilizzare il loro denaro a proprio vantaggio. In particolare, la Alliance non ha informato il consiglio di gestione dei fondi né i partecipanti dei conflitti d'interesse nei quali versava. Le dichiarazioni riguardanti il tentativo di limitare il *market timing* contenute nei prospetti dei fondi comuni, erano poi fuorvianti.

Da tale condotta sono derivate, più specificamente, una serie di violazioni: delle sezioni 206(1) e 206(2) dell'Advisers Act¹¹, poiché mentre agiva come *investment*

⁹ Tali investimenti arrivavano a formare anche quasi il 90% del patrimonio di determinati *hedge funds* quali ad esempio il Tech Partners (37.4 miliardi su 42.5) o Muni NY (5 miliardi su 6).

¹⁰ Così ha ritenuto la stessa SEC, utilizzando un'espressione ormai acquisita dal gergo comune dei *fiduciary duties*: "a *fiduciary duty of utmost good faith and full and fair disclosure*".

¹¹ Section 206 - "Operazioni proibite agli *investment advisers*":

It shall be unlawful for any investment adviser, by use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, directly or indirectly:

to employ any device, scheme, or artifice to defraud any client or prospective client;

adviser; la Alliance ha frodato clienti o possibili clienti ed ha partecipato ad operazioni e pratiche che inducevano in errore o frodavano clienti o possibili clienti. Alliance Capital ha anche violato la sezione 204A dell'Advisers Act poiché, mentre agiva come *investment adviser*; non ha mantenuto o eseguito politiche e procedure per prevenire l'uso di informazioni confidenziali. A queste violazioni se ne aggiungono altre che tralasciamo.

Alliance si è obbligata a pagare \$250 milioni, a cui va aggiunto l'obbligo preso con il Procuratore di New York di ridurre le spese addebitate agli investitori di \$350 milioni nei prossimi cinque anni.

Il caso esaminato ricalca quella che potremmo chiamare la 'fattispecie generale' dei casi di *market timing* che sia la SEC che i Procuratori dei singoli stati hanno individuato e sanzionato, ognuno in ragione delle proprie competenze.

Nel caso della Strong Capital¹² la SEC ha ritenuto nell'interesse pubblico istituire un procedimento amministrativo contro Strong Capital Management, Inc. (*investment adviser* degli Strong Funds), Strong Investor Services, Inc. (*transfer agent* e *record keeper* per i fondi Strong), Strong Investments, Inc. (un *broker-dealer* e collocatore dei fondi Strong), Richard S. Strong (proprietario), Thomas A. Hooker, Jr. (Chief Compliance Officer della Strong Capital) ed Anthony J. D'Amato (vice presidente esecutivo della Strong Capital). Prima dell'apertura della procedura Strong aveva già fatto un'offerta transattiva, accettata dalla SEC.

In sostanza, la Strong Capital non aveva reso noto ai consigli di gestione dei fondi Strong, né ai loro partecipanti, il conflitto d'interessi che si era creato quando Strong Capital aveva permesso ad un manager di *hedge funds* (E. Stern) ed in particolare agli *hedge funds* della Canary (Canary Capital Partners, LLP e Canary Capital Partners, Ltd.) di compiere operazioni di *market timing* in alcuni fondi Strong

to engage in any transaction, practice, or course of business which operates as a fraud or deceit upon any client or prospective client;

acting as principal for his own account, knowingly to sell any security to or purchase any security from a client, or acting as broker for a person other than such client, knowingly to effect any sale or purchase of any security for the account of such client, without disclosing to such client in writing before the completion of such transaction the capacity in which he is acting and obtaining the consent of the client to such transaction. The prohibitions of this paragraph (3) shall not apply to any transaction with a customer of a broker or dealer if such broker or dealer is not acting as an investment adviser in relation to such transaction;

to engage in any act, practice, or course of business which is fraudulent, deceptive, or manipulative. The Commission shall, for the purposes of this paragraph (4) by rules and regulations define, and prescribe means reasonably designed to prevent, such acts, practices, and courses of business as are fraudulent, deceptive, or manipulative.

¹²Release N. 49741, 2239, 26448 (20 maggio 2004) Administrative proceeding File No. 3-11498.

per ottenere in cambio partecipazioni dello Stern (e Canary) in altre imprese della famiglia Strong (i.e. *hedge funds* o altri investimenti). In particolare, Strong Capital concluse un accordo con la Canary permettendole di entrare ed uscire frequentemente dai fondi¹³. Fra il dicembre 2002 ed il maggio 2003 Canary ha guadagnato una cifra netta pari a 1.6 miliardi di dollari da tali pratiche.

Strong Capital aveva poi fornito una serie di dichiarazioni fuorvianti inducendo i partecipanti dei fondi a credere che qualunque pratica di *market timing* nei fondi Strong sarebbe stata scoraggiata (così si ricavava dai prospetti e da alcune politiche attive di repressione compiute in alcuni fondi), senza rendere noto che lo stesso Strong e comunque Canary avrebbero posto in essere tali pratiche.

Ulteriormente, Strong Capital aveva anche reso noto a Canary alcune notizie confidenziali sui portafogli di investimento dei suoi fondi in sette occasioni fra il novembre 2002 ed il giugno 2003. La politica di *disclosure* ufficiale della Strong Capital prevedeva invece che tali informazioni fossero rese note a tutti i partecipanti del fondo con i resoconti semestrali ed annuali scambiati con la SEC.

Le violazioni riscontrate dalle autorità sono molteplici e simili a quelle riscontrate nel caso della Alliance. In particolare, Strong Capital non ha informato i consigli di gestione dei fondi Strong, né i loro partecipanti del conflitto d'interessi creato dall'accordo con Canary (né ha *disclosed* il *timing* dello stesso Strong). La Strong Capital ha poi ad esempio reso disponibile informazioni e comunicazioni idonee a creare l'affidamento degli investitori che la Strong Capital facesse di tutto per impedire il *market timing* e il passaggio delle informazioni di natura confidenziale alla Canary.

Come parte dell'accordo è stato previsto che, su base volontaria, i fondi Strong si obbligassero ad adottare una serie di misure. Sono state previste una serie di regole miranti ad incoraggiare una maggiore indipendenza del consiglio di gestione: non più del 25% degli amministratori saranno già stati amministratori o saranno persone 'interessate', secondo la definizione dell'Investment Company Act; nessun presidente del consiglio di gestione di qualunque fondo Strong sarà stato amministratore, dirigente o dipendente della Strong Capital nei 10 anni precedenti e comunque non sarà una persona 'interessata' secondo la definizione dell'Investment Company Act; qualunque soggetto che agisca come consulente degli amministratori indipendenti, di qualunque fondo Strong, sarà un consulente legale indipendente così come definito dalla regola 0-1 dell'Investment Company Act.

¹³ Secondo questo primo accordo, Canary avrebbe investito nel Growth Fund, Growth 20 Fund, Advisor Mid Cap Growth Fund e Large Cap Growth Fund.

Inoltre, i consigli di gestione dei fondi Strong avranno comitati separati il cui compito sarà di monitorare le operazioni di investimento di particolari categorie di fondi. Anche nell'ambito di questi comitati sono previsti una serie di accorgimenti miranti a garantire l'indipendenza e l'imparzialità.

Ciascun fondo dovrà poi designare un soggetto (scelto fra il personale amministrativo indipendente) come responsabile per l'assistenza al consiglio e ai comitati nel monitorare l'adeguamento della Strong Capital alle *federal securities laws*, ai doveri fiduciari nei confronti degli investitori ed infine al codice etico.

Strong Capital e Strong Investments si sono poi obbligate a dotarsi dei servizi di un *Independent Compliance Consultant* il quale esaminerà le politiche di supervisione e le altre procedure idonee a prevenire violazioni dei doveri fiduciari, del codice etico e delle *federal securities laws*.

Strong è stato condannato al risarcimento di una cifra pari a \$30 milioni e ad una sanzione civile di \$30 milioni. Strong Capital pagherà \$40 milioni in *disgorgement* ed una sanzione civile di \$40 milioni. Anche gli altri soggetti coinvolti saranno tenuti al pagamento di alcune somme sia a titolo di risarcimento che a titolo di multa.

Nel caso di Banc One Investment Advisors¹⁴ (BOIA), da marzo 2002 ad aprile 2003, BOIA, un *investment adviser*, e Beeson, presidente del 'One Group' di fondi, hanno violato le norme dell'Advisers Act e dell'Investment Company Act: hanno consentito e/o agevolato un eccessivo quantitativo di negoziazioni *short-term* nei fondi One Group, il che andava contro la politica dichiarata ad esempio nei prospetti dei fondi; non hanno informato del conflitto d'interessi presente a seguito di un accordo di *market-timing* che incrementava le entrate della BOIA's sotto forma di *advisory fees* e potenzialmente attraeva verso di sé ulteriori *business opportunities*.

L'accordo che consentiva il *market timing* era stato posto in essere con E. Stern, manager di alcuni *hedge funds* (Canary in particolare), nella speranza che ciò conducesse ad un incremento nelle operazioni di tutte le affiliate di BOIA. Fra il giugno 2002 e maggio 2003 Stern ha guadagnato circa \$5.2 milioni. A ciò va aggiunto che proprio per combattere il *market timing* alcuni fondi prevedevano nei loro prospetti l'applicazione di una ritenuta nel caso in cui un acquisto fosse seguito da una vendita (o il contrario) entro un certo numero (ravvicinato) di giorni. Banc One ha anche omesso di applicare le *redemption fees* in questi casi.

Le violazioni sono simili agli altri casi di *market timing* trattati: *market timing* (in virtù di un particolare accordo che definiva l'esatta entità delle somme consentite) accompagnato dalla *disclosure* di informazioni di natura confidenziale e la *non-disclosure*

¹⁴ Release No. 2254, 26490 (29 giugno 2004) Administrative proceeding File No. 3-11530.

di conflitti d'interesse, nella speranza di ottenere maggiori opportunità imprenditoriali e collaborazione con il gruppo Banc One.

Banc One si è obbligata ad una serie di misure tese a garantire l'indipendenza della gestione (le stesse misure ad esempio di Strong Capital). Misure di particolare interesse sono ad esempio il *Compliance and Ethics Oversight Infrastructure* competente per il controllo sull'adeguamento alle regole disciplinanti l'*investment adviser*. Anche per Banc One le sanzioni sono state pesanti: \$10 milioni di risarcimento e \$40 milioni in sanzioni civili¹⁵.

2.1 Gli interventi dei *regulators*.

La casistica recente del *market timing* è vasta¹⁶; è evidente che tali pratiche venivano svolte da più società, spesso con le stesse modalità: accordi per le somme in relazione alle quali il *timing* era consentito; contropartita consistente in investimenti in altre attività imprenditoriali dello stesso gruppo della società a cui era affidata la gestione del fondo (in alcuni casi questa contropartita era fissata come un rapporto); *disclosure* a singoli investitori di informazioni confidenziali (i.e. non pubbliche) sul portafoglio titoli dei fondi; dichiarazioni nei prospetti di agire attivamente per prevenire il *market timing* (creando quindi un affidamento in tal senso); *non disclosure* del conflitto d'interessi a seguito degli accordi per il *market timing* violazione dei doveri fiduciari nei confronti dei partecipanti ai fondi.

In molte delle procedure, la SEC ha imposto determinate misure strutturali alle quali le società si impegnavano nell'accordo raggiunto; queste misure sono state

¹⁵ A tali sanzioni va aggiunto un impegno preso con il Procuratore di New York di ridurre le proprie spese di 40 milioni di dollari nei prossimi cinque anni. Il precedente direttore generale della *mutual fund division* di Banc One pagherà \$100,000 per il suo coinvolgimento.

¹⁶ In re Massachusetts Financial Services Co., Investment Company Act Release No. 26347 (Feb. 5, 2004) (finding that investment adviser and two of its executives violated federal securities laws by allowing widespread market timing trading in certain funds in contravention of those funds' prospectus disclosures); In re Putnam Investment Management, LLC, Investment Company Act Release No. 26255 (Nov. 13, 2003) (finding that investment adviser violated Investment Advisers Act and antifraud provisions of the federal securities laws by failing to disclose potentially self-dealing short-term trading of mutual fund shares by several of its employees, failing to take adequate steps to detect and deter such trading activity, and failing to supervise employees who committed violations); In re Connelly, Jr., Investment Company Act Release No. 26209 (Oct. 16, 2003) (finding that an executive of an investment adviser to a fund complex, in derogation of fund disclosures, violated federal securities laws by approving agreements that allowed select investors to market time certain funds in the complex).

più volte trapiantate stabilmente nella regolamentazione generale attraverso emendamenti e nuove regole¹⁷.

Seguendo una procedura ormai consolidata, la SEC ha raccolto una serie di commenti da parte di tutti i soggetti interessati, con riguardo ad alcune sue proposte regolamentari. Anche alla luce di tali commenti, la SEC ha ad esempio ritenuto di adottare¹⁸, con entrata in vigore il 28 maggio 2004, una regola riguardante la ‘*Disclosure Regarding Market Timing and Selective Disclosure of Portfolio Holdings*’, con la quale ha affrontato direttamente la problematica del *market timing*

Con la regola finale adottata, la SEC ha reso obbligatorio che le *open-end management investment companies* (fondi comuni) informino nei propri prospetti sia dei rischi per i partecipanti, legati al frequente acquisto e rivendita di quote (l’analisi deve fare specifico riferimento agli obiettivi ed alle caratteristiche del singolo fondo), che delle politiche della stessa *investment company* con riguardo a tali operazioni (qualora il consiglio di gestione non abbia adottato alcuna politica, il prospetto dovrà spiegare tale decisione). Gli emendamenti impongono poi di indicare le circostanze in cui il *fair value pricing* sarà usato nella determinazione del valore delle quote dei fondi e gli effetti di tale utilizzo.

La regola finale imporrà ai fondi di rendere note le loro politiche riguardanti la *disclosure* delle informazioni relative ai portafogli di investimento. Il fondo non sarà costretto a rendere noti gli accordi che abbia concluso con determinati soggetti riguardo alla *disclosure* del portafoglio d’investimento qualora: contestualmente al rendere tali informazioni note alla controparte dell’accordo, il fondo le renda pubbliche con un *filing* presso la SEC; le informazioni siano disponibili sul sito web un giorno prima e nel prospetto si faccia menzione di questa disponibilità.

Un fondo potrà poi riservarsi il diritto di respingere un acquisto od uno scambio per qualunque ragione ritenga opportuna, purché sia indicato nel suo prospetto informativo.

La modifica riguarda in particolare il modulo N-1A, usato dai fondi comuni per la registrazione. In tale modulo dovrà essere data notizia sia dei rischi derivanti agli investitori dagli acquisti e dalle rivendite frequenti, sia delle politiche e procedure specifiche del fondo in relazione al *market timing*. Ruolo importante riveste il SAI

¹⁷ Quasi che l’imporre tali misure inizialmente su base individuale nei singoli accordi fornisca l’opportunità di un *real life testing* delle misure.

¹⁸ La SEC non solo è tenuta ad agire nell’interesse pubblico degli investitori, ma nell’elaborare nuove normative regolamentari è tenuta a considerare se tale regola è mirata alla promozione della concorrenza, efficienza ed alla formazione del capitale (sezione 2(c) dell’Investment Company Act e sezione 2(b) del Securities Act. Molto interessante in particolare, l’analisi costi/benefici.

(*statement of additional information*), allegato al modulo di registrazione del fondo, che contiene informazioni aggiuntive sul fondo rispetto al prospetto (per es. deve contenere gli eventuali accordi che consentano l'acquisto e la rivendita frequente delle quote, ancorché la SEC riaffermi che tale *disclosure* non renderà lecita un'attività che viola le norme sulla frode previste nelle *federal securities laws* o i doveri fiduciari del fondo e del suo *investment adviser*).¹⁹

Con gli emendamenti e le nuove regole adottate, la SEC sposta il fulcro delle politiche contro il *market timing* dalla repressione (minima di alcuni fondi) all'informazione. Prima dell'intervento alcuni fondi dichiaravano nei propri prospetti ed in altre comunicazioni di censurare il *market timing* mentre in realtà lo incoraggiavano con alcuni soggetti qualificati. Ora il prospetto ed il S.A.I. dovranno contenere un'analisi specifica dei vantaggi e degli svantaggi derivanti da tali pratiche agli investitori di uno specifico fondo; dovranno dichiarare se ed in che termini consentono tali pratiche; dovranno fornire i motivi per l'eventuale mancanza di politiche precise al riguardo (in sostanza il fondo si dovrà comunque esprimere sul *market timing*). L'intervento della SEC richiama quindi l'importanza dell'informazione fornita agli investitori.

La politica di fondo della SEC, che così affronta direttamente alcune delle problematiche specifiche portate alla luce dal *market timing* si conferma frutto di una lettura liberale del sistema di mercato. Quale autorità del mercato essa si interpone fra gli investitori e le società, i fondi, non per sostituirsi agli investitori nelle loro scelte, ad esempio estromettendo un fondo dal mercato perché eccessivamente pericoloso per un investitore. Essa riveste invece un ruolo di garante dell'equilibrio (formale): garantisce che gli investitori siano in grado di scegliere le operazioni da compiere in piena autonomia, proprio in ragione della maggiore informazione che essa garantisce.

Con le nuove regole la SEC non interviene direttamente a proibire le pratiche di *market timing* tali pratiche rimangono consentite finché non concretino la frode, la violazione dei doveri fiduciari, il conflitto d'interessi. Il requisito che pone la SEC è che le pratiche di *market timings* siano rese note, siano *disclosed*. L'investitore ha il diritto di conoscere se quel determinato fondo in cui vorrebbe investire o in cui ha investito consente tali pratiche; quali potranno essere gli effetti di tali pratiche su quel particolare fondo; se quel fondo combatte il *market timing* come lo combatte; se il fondo ritiene che non vi sia bisogno di combatterlo. Non importa se di fatto vi sia il *market timing* ciò che importa è che non vi sia conflitto d'interessi e frode, e che

¹⁹ Ad esempio, la *disclosure* non renderà lecito un accordo in virtù del quale un *investment adviser* consente l'acquisto e la rivendita frequente delle quote dei fondi in cambio del mantenimento o l'incremento delle partecipazioni da parte del *market timer* in altre attività gestite dall'*adviser*.

l'investitore sia informato della situazione reale. Sarà l'investitore che deciderà se investire e, comunque, il mercato selezionerà i fondi migliori.

L'orientamento è quello del fondamentalismo della *liberal economics*²⁰. Non sembra però che una tale politica possa portare fino in fondo ai risultati sperati. La selezione del mercato potrà avvenire nel lungo periodo, ma il rischio è che altri investitori subiscano frodi e vi siano altre violazioni di legge. Con tutta probabilità i numerosi obblighi di *disclosure* imposti dalla normativa avranno un 'enforcer' non solo nell'investitore, ma nella stessa autorità di vigilanza e nei fondi concorrenti. Nel momento in cui vi è una *disclosure* specifica, sarà infatti più difficile per gli stessi gestori di un fondo venire meno alle informazioni ed alle procedure rese note.²¹

In una proposta²² la SEC ha anche prospettato l'idea di combattere la pratica del *market timing* prevedendo un *redemption fee*. In base a tale proposta, coloro che acquistano e rivendono le quote di un fondo entro un breve termine si sarebbero visti imposta una somma aggiuntiva (una ritenuta) pari al 2% dell'operazione. Tale pagamento, già adottato (almeno 'ufficialmente' nel prospetto di alcuni fondi), farebbe venir meno la convenienza di tale operazione speculativa, garantendo allo stesso tempo un indennizzo per gli altri investitori.

Il pagamento del due per cento mira infatti a stabilire un equilibrio fra la possibilità per gli investitori di liquidare il proprio investimento e l'eliminazione dei guadagni da speculazione di coloro che negoziano frequentemente le loro quote, a danno degli altri investitori. La proposta fornisce poi tutela ai piccoli investitori che per ragioni improvvise hanno bisogno di liquidità: viene ad esempio imposta la *redemption fee* solo se l'ammontare di quote ritirate ammonta ad una cifra superiore a \$2,500 (i.e. una *de minimis threshold*).

La modifica proposta dalla SEC alla regola 22c-2 dell'Investment Company act (*redemption fee*) prevedeva anche una serie di eccezioni nei confronti di chi, ad

²⁰ W. Donaldson, presidente della SEC, "Il nostro ruolo dovrebbe essere quello di dare al mercato ogni opportunità di operare, assicurandoci che gli investitori abbiano gli strumenti di cui hanno bisogno per essere informati, ed incrementando, quando possibile, l'indipendenza del consiglio di gestione", in Financial Times 12 febbraio 2004, p. 19. La diversa politica di fondo che guida la SEC rispetto ai Procuratori statali è probabilmente la fonte delle dispute riguardo ad esempio ai compensi degli *advisers*. Spesso le autorità statali hanno imposto come condizioni dei *settlements* con i consulenti un programma per la riduzione dei compensi. La SEC ha invece ritenuto che questo non fosse compito delle autorità, ma del mercato; il ruolo delle autorità sarebbe esclusivamente quello di mettere gli investitori nelle condizioni di compiere scelte informate.

²¹ Se ad esempio il fondo 'A' rende noto esattamente come reprime il *market timing* in tutti i casi in cui questo si presenti, sarà più arduo per lo stesso fondo (salvo connivenza di tutti gli amministratori e dipendenti del fondo) mutare indirizzo e consentire il *market timing*

²² Release No. IC-26375A; File No. S7-11-0417 CFR Part 270, RIN 3235-AJ17 (5 marzo 2004).

esempio, adotti la politica di consentire negoziazioni frequenti ed informi nel proprio prospetto che consente tali pratiche e che possono derivarne costi aggiuntivi per il fondo.

In particolare, quest'ultima disposizione conferma l'orientamento della SEC al massimo liberismo. I fondi e gli investitori sono liberi di investire in quei fondi dove è consentito (e forse incoraggiato) il *market timing* purché i fondi rendano nota tale loro politica²³.

La SEC ha anche affrontato la problematica specifica dell'*arbitrage market timing* mirante allo sfruttamento delle discrepanze fra il *net asset value* ed il valore dei titoli del portafoglio, ponendo in risalto l'importanza del *fair value pricing*. L'Investment company act prevede infatti che i fondi calcolino il valore netto delle loro quote in relazione al valore di mercato dei titoli del portafoglio quando le quotazioni di mercato sono disponibili. Qualora non siano invece prontamente disponibili, spetterà al fondo stabilire un '*fair value*' per quel determinato titolo, con una valutazione fatta in buona fede da parte del consiglio di gestione del fondo. L'esatto contenuto della clausola di buona fede andrà ovviamente determinato di volta in volta, ed in realtà appare difficile ipotizzare un intervento delle Corti al di fuori dei casi di violazione palese e grossolana.

3. Il *late trading*.

Il secondo filone di scandali che nell'ultimo anno ha coinvolto i fondi comuni americani è il '*late trading*' – letteralmente negoziazioni tarde. I fondi generalmente determinano il prezzo delle loro azioni alle quattro del pomeriggio, ovvero a chiusura delle operazioni di borsa. Gli investitori che inoltrano ordini prima delle quattro ricevono il prezzo di quel giorno, mentre gli ordini inviati dopo le quattro ricevono il prezzo del giorno dopo. Se fosse possibile inviare un ordine di acquisto o vendita dopo le quattro del pomeriggio, ricevendo il prezzo del giorno, si potrebbero sfruttare tutte le nuove informazioni del mercato (anche provenienti da zone con fasce orarie diverse) a danno degli altri investitori. Il sistema attuale poggia sull'onestà degli intermediari ai quali spetta separare gli ordini ricevuti dopo le quattro da quelli ricevuti prima, trasmettendoli separati.

²³ Il testo della proposta della SEC è il seguente: "Alcuni operatori a breve termine trovano questo tipo di fondi attraenti. Siamo riluttanti a proporre una regola che proibisca a tali fondi ed investitori di raggiungere i propri obiettivi, costringendo i fondi ad imporre la ritenuta".

La maggior parte dei fondi coinvolti nel *market timing* erano contemporaneamente oggetto di pratiche di *late trading*. Anche in questo caso le operazioni venivano poste secondo caratteristiche simili tra di loro.

Nel caso Markovitz del 2 ottobre 2003²⁴, Markovitz era dipendente di un *hedge fund* (Millennium Partners, L.P.) in New York. Fra il 1999 ed il 2003 aveva condotto attività di *late trading* per conto di Millennium attraverso alcuni *broker-dealers*. Questi soggetti consentivano a Markovitz di comunicare ordini di vendita o acquisto di quote di fondi comuni per conto di Millennium dopo le 4:00 p.m. (orario in cui generalmente i fondi determinano il prezzo delle loro quote), ottenendo il prezzo di quel giorno. In alcuni casi Markovitz comunicava ipotetici ordini prima delle quattro e poi li confermava, cambiava o cancellava, dopo le quattro.

Con tale comportamento Markovitz ha violato la sezione 17(a) del Securities act, in quanto nell'acquisto o vendita di titoli ha fatto uso di mezzi, raggiri od artifici per frode; ha ottenuto soldi dichiarando il falso o facendo dichiarazioni idonee ad indurre in errore; ha compiuto operazioni e pratiche fraudolente. Markovitz ha poi violato la sezione 10(b) dell'Exchange act e la regola 10b-5 in quanto, in connessione con l'acquisto o la vendita di titoli, ha utilizzato mezzi, raggiri o artifici per frode; ha fatto dichiarazioni idonee ad indurre in errore; ha compiuto atti o pratiche in frode alla legge ed agli investitori.

Anche il caso Sihpol/Bank of America securities LLC²⁵ ha riguardato il *late trading*. Sihpol era un rappresentante della Bank of America securities LLC (un *broker-dealer*), ed in tale veste aveva consentito ad un *hedge fund* (Canary) di porre in essere pratiche di *late trading* nelle quote dei fondi comuni offerti da Bank of America. In particolare, Sihpol consentì a Canary il *late trading* in quote di fondi comuni del gruppo attraverso la Bank of America securities sino alle 6:30 p.m., ricevendo però il prezzo di quel giorno (i.e. ante 4:00 p.m.).

Intorno al maggio 2001 Canary cominciò infatti il *late trading* inizialmente inoltrando ciascun ordine singolarmente per fax o telefono. Prima delle 4:00 p.m. un rappresentante della Canary inviava a Sihpol ipotetiche operazioni sulle quote dei fondi per e-mail o fax. Dopo le 4:00 p.m. un rappresentante della Canary telefonava a Sihpol per confermare o cancellare le operazioni.

²⁴ Altri casi sono: SEC v. Mutuals.com, Inc., Civil Action N. 303 CV 2912D (N.D. Tex. Dec. 4, 2003) (un *investment adviser*, alcuni dipendenti, vari *broker-dealers*, avrebbero assistito clienti nel porre in essere pratiche di *market timing* e di *late trading* di alcuni fondi comuni); SEC v. security Trust Company, Civil Action No. 03-2323 (D. Ariz. Nov. 24, 2003) (un intermediario finanziario non registrato avrebbe agevolato e partecipato, assieme ad alcuni suoi dipendenti, in pratiche di *late trading* e *market timing*). Sono attualmente in corso anche una serie di cause civili statali.

²⁵ Cease and desist order del 16 settembre 2003.

In seguito, nell'estate del 2001, fu installato un dispositivo elettronico che consentiva a Canary di sottoporre i propri ordini in maniera diretta senza passare per il *broker-dealer*; sino alle 6:30 p.m. Il rappresentante della Canary inviava poi per fax il documento attestante l'avvenuto ordine a Sihpol, il quale provvedeva alla sua regolarizzazione il giorno dopo, secondo gli accordi.

La Canary era obbligata, in base all'accordo per il *late trading* al pagamento dell'un per cento delle somme investite nei fondi del gruppo Bank of America, e lo 0,5 per cento delle somme investite negli altri fondi. Sihpol riceveva una parte di tali introiti illeciti. In aggiunta, Canary si obbligò ad una serie di investimenti a lungo termine nei fondi del gruppo.²⁶

Per fare fronte al fenomeno del *late trading* la SEC ha proposto la 'hard 4:00 rule'²⁷. La proposta prevedeva che fosse lo stesso fondo o un'altra agenzia certificata (e non gli intermediari) a dover ricevere gli ordini di acquisto o di vendita prima dell'orario in cui il fondo determina il valore delle proprie quote, affinché l'investitore potesse ricevere il prezzo di quel giorno. Alcuni commentatori hanno però opposto che, in base a tale sistema, gli intermediari avrebbero dovuto ricevere gli ordini molto prima dell'ora in cui il fondo determina i valori delle proprie quote (ad esempio 40 minuti prima), tagliando fuori tutta una serie di investitori che invece ritardano nel piazzare i loro ordini.

L'attuale regola 22c-1 dell'Investment Company Act contiene la '*forward pricing rule*', che richiede che i fondi, i loro principali sottoscrittori e i *dealers*, vendano ed acquistino le quote dei fondi con riferimento al *net asset value* corrente, calcolato per legge almeno una volta al giorno (di solito alle quattro quando la maggior parte dei mercati chiude).

In genere gli investitori non sottopongono gli ordini direttamente ai fondi, ma ad una serie di intermediari. Tutte le informazioni sulle operazioni relative ad un determinato fondo confluiscono poi al *transfer agent*²⁸, che agisce come *record keeper*

²⁶ Si ricorda che Bank of America è stata condannata al pagamento di \$675 milioni per le sue attività di *market timing* e *late trading*

²⁷ Proposta 17 CFR Part 270 [Release No. IC-26288; File No. S7-27-03] RIN 3235-AJ01 'Amendments to Rules Governing Pricing of Mutual Fund Shares' (11 dicembre 2003).

²⁸ Section 3(a)(25) of the Securities Exchange Act of 1934 [15 U.S.C. 78c-(3)(a)(25)] defines a "transfer agent" as "any person who engages on behalf of an issuer of Securities or on behalf of itself as an issuer of Securities in (A) countersigning such Securities upon issuance; (B) monitoring the issuance of such Securities with a view to preventing unauthorized issuance, a function commonly performed by a person called a registrar; (C) registering the transfer of such Securities; (D) exchanging or converting such Securities; or (E) transferring record ownership of Securities by bookkeeping entry without physical issuance of Securities certificates."

per il fondo. Gli intermediari tipicamente raggruppano gli ordini e li trasferiscono al *transfer agent*.

Il *late trading* è stato posto in essere dagli intermediari, in alcune occasioni aiutati dai manager dei fondi, altre volte senza che questi ne fossero a conoscenza. Una tale pratica non solo viola la regola 22c-1, ma i *managers* che la hanno consentita hanno anche violato i loro doveri fiduciari nei confronti sia dei fondi che degli investitori. La regola è stata violata ad esempio consentendo a determinati investitori privilegiati di cancellare un ordine dopo le quattro o mantenerlo a seguito di nuove informazioni (così ad esempio nel caso Sihpol/Bank of America).

La proposta della SEC prevede che spetti a determinati *transfer agents* registrare l'ora e la data di ricezione degli ordini. La SEC ritiene che tali intermediari, regolati dalla SEC stessa, assicurino maggiormente l'integrità della procedura per la registrazione e l'esecuzione degli ordini.

I commenti forniti alla proposta, ed in particolare la circostanza che alcuni investitori si vedrebbero costretti a sottoporre le proprie operazioni agli intermediari almeno quaranta minuti prima dell'ora in cui i fondi determinano il valore delle quote per far sì che l'intermediario passi l'ordine al *transfer agent* in tempo per ottenere il valore di quel giorno nell'operazione, hanno indotto la SEC a cercare altre soluzioni per combattere la pratica del *late trading*.

4. La *fund governance*.

Le situazioni di conflitto d'interesse legate alle pratiche di *market timing* di *late trading* hanno messo in dubbio l'adeguatezza della struttura dei fondi comuni americani. La SEC non ha infatti solo ritenuto di intervenire su tali questioni, ma il suo piano d'azione mira anche a rivedere la struttura stessa dei fondi per limitare la possibilità di conflitti endemici.

La SEC si è quindi prefissa l'obiettivo di incrementare l'indipendenza del consiglio di gestione, dando maggiore risalto al suo ruolo di rappresentante degli interessi degli investitori. In particolare, con un pacchetto di riforma²⁹ la SEC ha previsto che: il consiglio di gestione di ciascun fondo³⁰ sia composto per il 75% da soggetti indipendenti; che il presidente del consiglio di gestione sia indipendente; che

²⁹ Investment Company Governance [Release No. IC-26520; File No. S7-03-04] 17 CFR Part 270 (27 luglio 2004) RIN 3235-AJ05.

³⁰ Al consiglio spetta controllare l'*investment manager* del fondo, ancorché appaia difficile che ad esempio il consiglio di un fondo comune del gruppo Alliance non rinnovi il contratto da *investment manager* con la Alliance.

i consiglieri indipendenti si incontrino separatamente almeno quadrimestralmente; che gli indipendenti siano autorizzati a scegliere i propri collaboratori.

In particolare, la SEC ha adottato una serie di emendamenti alle norme dell'Investment Company Act che impongono ai fondi che usufruiscono di alcune esenzioni³¹, di adottare determinate pratiche di *governance*³². Le esenzioni in questione

³¹ Le "Exemptive Rules" sono:

Rule 10f-3 (permitting a fund to purchase securities in a primary offering when an affiliated broker-dealer is a member of the underwriting syndicate, if the fund directors, including a majority of the independent directors, approve procedures governing the purchases and review quarterly reports on purchases);

Rule 12b-1 (permitting use of fund assets to pay distribution expenses pursuant to a plan approved by the fund directors, including a majority of the independent directors);

Rule 15a-4(b)(2) (permitting a fund board to approve an interim advisory contract without shareholder approval when the adviser or a controlling person receives a benefit in connection with the assignment of the contract, if the fund directors, including a majority of the independent directors, review and approve the contract);

Rule 17a-7 (permitting securities transactions between a fund and another client of the fund investment adviser, if the fund directors, including a majority of the independent directors, approve procedures governing the transactions and review quarterly reports on transactions);

Rule 17a-8 (permitting mergers between certain affiliated funds if the fund directors, including a majority of the independent directors, request and evaluate information about the merger and determine that the merger is in the best interests of the fund and its shareholders);

Rule 17d-1(d)(7) (permitting a fund and its affiliates to purchase joint liability insurance policies if the fund directors, including a majority of the independent directors, annually determine that the policies are in the best interests of the fund and its shareholders);

Rule 17e-1 (specifying conditions under which a fund may pay commissions to affiliated brokers in connection with the sale of securities on an exchange, including a requirement that the fund directors, including a majority of the independent directors, adopt procedures for the payment of the commissions and review quarterly reports of any commissions paid);

Rule 17g-1 (permitting a fund to maintain joint insured bonds and requiring fund independent directors to annually approve the bond);

Rule 18f-3 (permitting a fund to issue multiple classes of voting stock, if the fund board of directors, including a majority of the independent directors, approves a plan for allocating expenses to each class); and

Rule 23c-3 (permitting the operation of an interval fund by enabling a closed-end fund to repurchase shares from investors, if the directors adopt a repurchase policy for the fund and review fund operations and portfolio management in order to assure adequate liquidity of investments to satisfy repurchase payments).

³²La SEC era già intervenuta sulle stesse regole nel 2001 imponendo ai fondi che ne usufruissero, fra l'altro, l'obbligo della maggioranza dei consiglieri di gestione indipendenti. L'importanza dell'intervento, che rientra nel potere della SEC di prevedere esenzioni alle norme previste dall'Investment Company act, è data dal fatto che circa il 90 per cento dei fondi usufruisce di queste esenzioni; gli emendamenti vanno quindi ad influire su quasi tutti i fondi, e quelli rimanenti sono incoraggiati ad adeguarvisi. Nell'Investment company act, il Congresso ha previsto che almeno il 40 per cento del consiglio di gestione del fondo dovesse esser indipendente [sezione 10(a)]. Se il maggiore sottoscrittore del fondo vanta invece rapporti particolari con l'*adviser*, tale requisito sale ad

permettono ai fondi di compiere alcune operazioni che sarebbero altrimenti proibite dall'Investment Company Act e che presentano situazioni di conflitto d'interessi fra fondo e *management company*, il buon fine delle operazioni esenti poggia quindi sul giudizio indipendente dei consiglieri, agevolato dai requisiti di indipendenza del consiglio.

Gli emendamenti entreranno in vigore il 7 settembre 2004 ed a partire dal 15 gennaio 2006 i fondi potranno usufruire delle esenzioni solo se rispettano i nuovi requisiti di indipendenza.³³

Le modifiche ora riportate brevemente, che potremmo dire 'propulsive' del vero ruolo del consiglio di gestione del fondo, avvengono in un momento in cui, proprio alla luce degli scandali dovuti principalmente a situazioni di conflitto d'interesse degli *investment managers*, ci si chiede da più parti quale sia l'effettiva utilità di un consiglio di gestione del fondo. La dottrina è stata pronta a porre in risalto la mancanza di effettività dei *boards* nella loro *watchdog-function* sulle società che si occupano del *fund management*. Si è segnalato prontamente, fra l'altro, come molti paesi (fra cui Italia, Inghilterra, Australia), non prevedano la figura del consiglio di gestione del fondo.

Le nuove misure della SEC mirano comunque a restituire una maggiore credibilità a tale organo. Fidelity ad esempio, che nel suo gruppo ha circa 292 fondi (è il più grosso degli Stati Uniti), aveva come presidente del consiglio di gestione di ogni fondo Ned Johnson, membro della famiglia proprietaria della Fidelity. Le nuove regole imporranno ad esempio le sue dimissioni e porteranno forse veramente ad una maggiore indipendenza nell'esercizio della funzione di controllo affidata ai consigli.

La dottrina più intransigente³⁴ ha chiesto invece il ritorno ad una struttura mutualistica del fondo. Questa dottrina pone in luce come la problematica principale che ha coinvolto i fondi comuni sia riconducibile al vecchio canone morale ancor prima che giuridico: nessuno può servire due padroni. Secondo questa dottrina, se un fondo comune è creato da una società, vi sarà una ovvia difficoltà ad allineare o sovrapporre gli interessi: gli azionisti della *parent company* vorranno guadagnare quanto

almeno la maggioranza [sezione 10(b)(2)]. Vi sono poi alcune decisioni che non possono essere prese dal consiglio senza il voto favorevole della maggioranza dei consiglieri indipendenti.

³³ La regola finale è stata adottata con il voto favorevole di 3 dei cinque commissari, C. A. Glassman and P. S. Atkins, hanno dissentito, ritenendo non dimostrato che i requisiti già esistenti non fossero sufficienti al conseguimento degli obiettivi di indipendenza; e che tali requisiti di dubbi vantaggi ulteriori rispetto alla disciplina pregressa finiscono esclusivamente per aumentare le spese dei fondi e quindi dei singoli investitori.

³⁴ Così S. Schurr, *Financial Times*, 5 giugno 2004, p. 11.

più possibile dagli investitori del fondo, mentre gli investitori avranno ovviamente interesse a pagare il meno possibile, per poter massimizzare il loro guadagno.

Non sembra però, anche alla luce della discussione che si viene svolgendo, che questa sia l'unica fonte di conflitti d'interesse. I conflitti d'interesse sorgono potenzialmente non solo con chi istituisce i fondi, ma con gli *investment advisers* e con i *brokers* e *dealers* che si occupano della distribuzione delle quote dei fondi.

Le autorità si sono impegnate in una serie di misure miranti ad una maggiore integrità nell'industria dell'*investment advising* e *management*³⁵. La SEC ha ad esempio adottato una modifica all'Investment Advisers Act³⁶ con la quale obbliga gli *advisers* ad adottare un codice etico. Tali codici dovranno definire gli *standards* di condotta del personale dipendente e dovranno disciplinare le situazioni di conflitto d'interesse che possono sorgere nell'attività di negoziazione personale dei dipendenti dell'*adviser* (tali soggetti dovranno ad esempio rendere nota la loro attività di negoziazione

³⁵ I precedenti del resto, già in parte citati nel testo, erano ad esempio: *Strong Capital Management, Inc.*, Investment Advisers Act Release No. 2239 (Maggio 20, 2004) (*adviser* disclosed material nonpublic information about fund portfolio holdings to hedge fund, and permitted own chairman and hedge fund to engage in undisclosed market timing of funds managed by adviser); *In the Matter of Massachusetts Financial Services Co.*, Investment Advisers Act Release No. 2213 (Feb. 5, 2004) (2 senior executives of adviser permitted undisclosed market timing in certain funds in the complex managed by the adviser); *In the Matter of Alliance Capital Management, L.P.*, Investment Advisers Act Release No. 2205 (Dec. 18, 2003) ("*Alliance*") (disclosure of material nonpublic information about certain mutual fund portfolio holdings permitted favored client to profit from market timing); *In the Matter of Robert T. Littell and Wilfred Meckel*, Investment Advisers Act Release No. 2203 (Dec. 15, 2003) (portfolio manager of hedge fund made misrepresentations to investors and potential investors concerning performance, management oversight, and risk management practices); *In the Matter of Zion Capital Management LLC and Ricky A. Lang*, Investment Advisers Act Release No. 2200 (Dec. 11, 2003) ("*Zion*") (adviser favored an advisory account in which he had an interest, allocating profitable trades to this account while allocating numerous unprofitable trades to another client); *In the Matter of George F. Fahey*, Investment Advisers Act Release No. 2196 (Nov. 24, 2003) (president of investment adviser made misrepresentations to clients as to risk of investment strategy and value of investments); *In the Matter of Putnam Investment Management LLC*, Investment Advisers Act Release No. 2192 (Nov. 13, 2003) ("*Putnam*") (adviser failed to reasonably supervise employees who market timed funds managed by the adviser and failed to disclose their timing activities); *In the Matter of Wendell D. Belden*, Investment Advisers Act Release No. 2191 (Nov. 6, 2003) (associate of adviser defrauded clients by misleading them about their investment options and the SECurity of their invested principal and by investing their money in a manner calculated to enrich himself at their expense); *In the Matter of James Patrick Connelly, Jr.*, Investment Advisers Act Release No. 2183 (Oct. 16, 2003) (adviser's vice chairman permitted more than a dozen clients to market time certain funds in the complex managed by the adviser in exchange for stable investments in other funds in the complex); *In the Matter of Marshall E. Melton and Asset Management & Research, Inc.*, Investment Advisers Act Release No. 2151 (Jul. 25, 2003) (investment adviser made material misrepresentations to its clients to induce them to invest their funds in limited liability companies controlled by adviser's principal).

³⁶ 17 CFR Parts 270, 275 and 279 [Release N. IA-2256, IC-26492; File N. S7-04-04] RIN 3235-AJ08 '*Investment Adviser Codes of Ethics*' del 2 luglio 2004. Le nuove norme sul codice etico entreranno in vigore il 31 agosto 2004; gli *advisers* dovranno adeguarvisi entro il 7 gennaio 2005.

personale). Le nuove norme si propongono di promuovere l'adempimento degli *standards* fiduciari da parte dei consulenti ed il loro personale dipendente.

In particolare, la regola 204A-1 impone a ciascun *adviser* di adottare un codice etico da fare osservare ai propri dipendenti, senza però prefissare uno *standard* specifico. Il codice dovrà imporre che determinati soggetti (*'access persons'* i.e. quei soggetti che hanno accesso ad informazioni confidenziali) rendano noto il loro portafoglio titoli almeno una volta l'anno e le loro operazioni su titoli almeno quattro volte l'anno.

L'intervento delle autorità per ristabilire un certo livello di integrità e di eticità nell'industria dei consulenti è lodevole in principio anche se poggia, per la concreta determinazione degli obblighi ivi previsti, sul redattore del codice, dato che per ragioni di flessibilità la SEC ha preferito non stabilire un canone uguale per tutti. Va poi posto in risalto come alcuni degli *advisers* implicati negli scandali finanziari del *late trading* e del *market timing* avessero già adottato un codice etico: il problema sarà quindi anche l'applicazione effettiva del codice. A questo problema la SEC ha provveduto con la figura del *Chief Compliance Officer*, come si vedrà in seguito.

Un altro intervento recente della SEC in tema di *fund governance* riguarda gli emendamenti al Securities Act, Securities Exchange Act, e all'Investment Company Act per potenziare gli obblighi di pubblicità nelle relazioni agli investitori con riguardo a come i consigli di gestione valutano, approvano, e raccomandano l'approvazione dei partecipanti, dei contratti con gli *investment advisers*³⁷ (i.e. *disclosure* nel *proxy statement*).

L'Investment Company Act (sezione 15(a)) proibisce a chiunque di svolgere il ruolo di *investment adviser* per un fondo, salvo che in ragione di un contratto scritto approvato dalla maggioranza degli investitori del fondo. Le condizioni del contratto dovranno poi essere approvate con il voto della maggioranza dei consiglieri indipendenti.

Dal 1994, la SEC ha richiesto che i *proxy statements* del fondo, i quali richiedessero l'approvazione del contratto con l'*investment adviser*, dovessero includere un'esposizione dei fattori materiali alla base della raccomandazione per l'approvazione, da parte del consiglio di gestione del fondo. Di recente però, si è acceso il dibattito sull'adeguatezza del controllo sui contratti di consulenza ed i relativi *fees* (i *fees* imposti a coloro che partecipano al fondo si sono spesso dimostrati

³⁷ Disclosure regarding approval of investment advisory contracts by directors of investment companies, Release N. 33-8433; 34-49909; IC-26486; File No. S7-08-04 (23 giugno 2004) 17 CFR Parts 239, 240, and 274 RIN 3235-AJ10. La normativa entra in vigore il 5 agosto 2004 e riguarderà tutti i rapporti ai partecipanti a cominciare da quelli per i periodi che terminano il 31 marzo 2005 e tutti i *proxy statements* dopo il 31 ottobre 2004.

più alti rispetto ad esempio a quelli imposti dagli stessi consulenti nei confronti di fondi pensione³⁸). In particolare, gli emendamenti apportati richiedono una maggiore specificità nell'esame delle ragioni che hanno indotto a scegliere un determinato consulente.

Il potenziamento degli obblighi di *disclosure* va a fornire all'investitore un'informazione più specifica che gli consente di valutare in modo informato la convenienza del contratto di consulenza. Le informazioni contenute nelle relazioni che l'investitore riceverà gli consentiranno quindi di essere più partecipe nella vera gestione del fondo, monitorando le possibilità di conflitto d'interessi. In particolare, tali informazioni consentiranno agli investitori di valutare le condizioni contrattuali con riguardo alla remunerazione richiesta dai consulenti. Informando gli investitori in maniera completa sul contratto con il consulente, il consiglio di gestione del fondo rimette ai proprietari del fondo la decisione in cui potenzialmente è portatore di un interesse in conflitto. Il fiduciario rimette quindi al beneficiario la decisione in relazione alla quale potrebbe essere in conflitto d'interesse.

Per dare una maggiore effettività alla regolamentazione, la SEC ha poi adottato un altro emendamento per incrementare la tutela degli investitori e garantire una *fund governance* trasparente³⁹. Ogni impresa d'investimento e di consulenza, registrata presso la SEC, dovrà infatti adottare politiche e procedure scritte per la prevenzione delle violazioni delle *federal securities laws*, rivedere tali procedure annualmente, e designare un *chief compliance officer* il cui compito sarà amministrare tali politiche e procedure.

La SEC riscopre quindi anche l'importanza per i fondi ed i consulenti di avere forti strumenti di controllo interni⁴⁰. Nel caso del fondo, le procedure di *compliance* dovranno anche prevedere il controllo sulla *compliance* del consulente, del sottoscrittore principale e dei *transfer agents*, attraverso i quali il fondo svolge le proprie attività. Il consiglio di gestione del fondo dovrà approvare le procedure di 'adempimento' del fondo e dei suoi prestatori di servizio.

³⁸ La questione degli *investment adviser fees* ha suscitato notevole dibattito. Su questo punto si è ad esempio accentrata grande parte degli interventi del Procuratore di New York, il quale spesso prevedeva che, a seguito degli accordi raggiunti con gli *investment advisers* nelle procedure contro gli stessi, questi si obbligassero ad abbassare gradualmente le proprie commissioni.

³⁹ Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers, Release Nos. IA-2204; IC-26299; File No. S7-03-0317 CFR Parts 270 and 275(17 dicembre 2003) RIN 3235-AI77. La nuova normativa è entrata in vigore il 5 febbraio del 2004, e dovrà essere implementata entro il 5 ottobre 2004.

⁴⁰ Una nuova regola 206(4)-7 in relazione all'Advisers Act ed una nuova regola 38a-1 in relazione all'Investment Company Act.

La SEC ha poi introdotto stabilmente la figura del *chief compliance officer* che dovrà essere nominato da ogni *adviser* e da ogni fondo per amministrare le relative procedure di *compliance*. In particolare, la figura del *CCO* del fondo è stata dotata di una certa indipendenza: il consiglio del fondo può rimuoverlo a suo piacimento; il fondo (con maggioranza dei consiglieri indipendenti) deve approvarne la nomina e la remunerazione; il *CCO* dovrà fornire regolarmente un rapporto scritto sulla materia di sua competenza al consiglio.

5. Fund Disclosure.

L'intervento dei *regulators* non si è proposto esclusivamente di rispondere ai recenti scandali finanziari in maniera diretta (i.e. misure contro il *market timing* ed il *late trading*) e con una serie di misure che stimolano una *fund governance* che limiti e disciplini le situazioni di conflitto d'interesse. L'intervento si è anche occupato di potenziare gli obblighi di *disclosure* nel tentativo di prevenire futuri scandali e sedare quelli nascenti. L'obiettivo centrale dell'informazione si spiega alla luce della particolare politica liberista che guida la SEC.

La SEC ha adottato una nuova regolamentazione ed una serie di emendamenti con l'obiettivo di migliorare la *disclosure* periodica fornita dai fondi con riguardo alle spese, al portafoglio d'investimenti e alla gestione passata⁴¹. Una *registered management investment company* (fondo comune) dovrà rendere noto il suo portafoglio titoli su base quadrimestrale alla SEC.

Ogni fondo è inoltre tenuto a trasmettere un rapporto ai propri investitori semestralmente, entro 60 giorni dalla fine del periodo di riferimento, registrandolo presso la SEC nei 10 giorni successivi alla trasmissione agli investitori. Dal 1988, la SEC impone che il prospetto del fondo riporti una tabella con le spese, riportando tutte le spese associate ad un investimento nel fondo come una percentuale dell'attivo patrimoniale.

Con il suo intervento più recente la SEC ha previsto che i fondi comunichino, nei rapporti agli investitori, le spese sostenute dagli investitori nel periodo di riferimento. Tali rapporti dovranno contenere: sia il costo in dollari associato ad un investimento di \$1,000, basato sulle spese del fondo ed i ritorni per il periodo, che il costo in dollari associato con un investimento di \$1,000, basato sulle spese del fondo

⁴¹ Shareholder reports and quarterly portfolio disclosure of registered management investment companies Release N. 33-8393; 34-49333; IC-26372; File No. S7-51-02 (27 febbraio 2004) 17 CFR Parts 210, 239, 249, 270, and 274 RIN 3235-AG64. Le nuove regole e gli emendamenti sono entrati in vigore il 10 maggio 2004; tutti i rapporti agli investitori per i periodi che terminano dopo il 9 luglio 2004 dovranno attenersi.

per il periodo ed un ipotetico ritorno del 5 per cento per anno. La prima cifra consente agli investitori di stimare i costi sostenuti nel periodo di riferimento. La seconda cifra consente agli investitori di comparare il livello di spese nel periodo di riferimento fra vari fondi.

Le modifiche consentono poi ai fondi di includere uno schema riassuntivo del portafoglio titoli nei propri rapporti agli investitori, purché lo schema di portafoglio completo sia registrato presso la SEC semestralmente e sia reso disponibile agli investitori gratuitamente su richiesta.

La portata di questo intervento della SEC è notevole se si pensa ad esempio che gli investitori saranno ora in grado di decidere sulla convenienza del loro investimento in base alle stime medie per ogni investimento di \$1,000 che i rapporti agli investitori dovranno contenere. Gli investitori sono forniti delle informazioni quanto più complete possibile sulle spese esatte che dovranno sostenere e quindi sulla loro incidenza sull'investimento. Non sarà così difficile comparare più fondi costringendo, di conseguenza, i consulenti a moderare le proprie pretese remunerative.

Già a novembre 2003 la SEC aveva introdotto e modificato una serie di obblighi di *disclosure* riguardanti l'operazione dei consigli di gestione. In particolare sono stati potenziati gli obblighi informativi riguardo le operazioni dei comitati di nomina e sono stati introdotti nuovi obblighi relativi al modo (se la disciplina del fondo lo prevede) con il quale gli investitori possono comunicare con i consiglieri. Tali nuove regole si propongono di rendere maggiormente trasparente l'operato dei consigli di gestione dei fondi.

La SEC ha ad esempio imposto una serie di obblighi informativi specifici e dettagliati in modo da rendere più trasparente e quindi più comprensibile il procedimento di nomina del consiglio. Tali obblighi riguardano ad esempio: la procedura per l'istituzione (non obbligatoria) di un comitato di nomina; il procedimento di nomina; la natura indipendente o meno dei componenti del comitato; la presenza e natura di soggetti che suggeriscono i candidati; la possibilità per gli investitori di proporre i loro candidati; il trattamento riservato ai candidati suggeriti da investitori istituzionali, o gruppi di questi, che detengono un investimento di lunga durata. Gli emendamenti allargheranno quindi il campo dell'informazione precedentemente richiesta nel *proxy statement* con riguardo al comitato di nomina.

6. Doveri fiduciari e conflitto d'interessi.

I recenti scandali finanziari hanno posto in risalto, anche con riguardo ai fondi comuni, l'estensione delle situazioni di conflitto d'interessi: "Volevamo adottare quelle misure idonee a prevenire il tipo di scandalo che aveva riguardato gli altri segmenti dell'industria... ora, un anno dopo, sfortunatamente ci dobbiamo confrontare con una situazione alquanto diversa in cui il mercato dei fondi è al centro degli scandali finanziari della nostra nazione".⁴²

Si può apprezzare in questo ed in altri commenti dei massimi esponenti delle autorità di controllo, la sorpresa dinnanzi all'espandersi della crisi delle norme a tutela del rapporto fiduciario, fino a coinvolgere l'industria dei fondi comuni.

La situazione che si è venuta a creare nei fondi comuni statunitensi ha una serie di concause di cui abbiamo già riferito: mancanza di diligenza; deboli, inefficienti ed inappropriati sistemi di controllo; inefficienze nei sistemi di determinazione del prezzo delle quote dei fondi; un sistema di trasmissione degli ordini che poggiava quasi esclusivamente sull'onestà degli intermediari; l'assenza di controllo sui *hedge funds*.

Il problema di fondo è però più grave e consiste nella violazione di un principio fondamentale dell'ordinamento: chi affida la realizzazione del proprio interesse ad altri è tutelato dall'ordinamento, in particolare contro gli abusi del fiduciario⁴³. Il principio fiduciario è principio fondamentale dell'ordinamento, che trova le sue origini già nella *fides* romana, e che si è poi evoluto diversamente nelle singole esperienze nazionali.

Il principio fiduciario impone che un soggetto si dedichi alla cura esclusiva dell'interesse altrui. L'ordinamento interviene a tutela di quelle situazioni di affidamento in cui la soddisfazione dell'interesse del beneficiario dipende esclusivamente dall'attività del fiduciario, imponendo che il fiduciario persegua l'interesse altrui (o comune) in via esclusiva. Il conflitto d'interessi, proprio perché il fiduciario persegue un interesse contrastante che egli ha per conto proprio o di un terzo, viola il principio che sottende la relazione fiduciaria.⁴⁴

⁴² P. Roye, Director of the Division of Investment Management SEC, 'Remarks before the 2004 Mutual funds and investment management conference', Palm Desert, California, 22 marzo 2004.

⁴³ Così P.D. Finn, *Fiduciary Obligations*, Sydney, 1977; J. Weinrib, *The Fiduciary Obligation*, 1975, UTLJ 1, 5.

⁴⁴ P. Roye, 'Remarks before the 2004 Mutual funds and investment management conference', cit. ha osservato "...troppi dei componenti dell'industria, e coloro che prestano servizio all'industria, hanno perso di vista i loro obblighi fiduciari ed il principio che gli interessi degli investitori vengono prima di tutto".

L'*investment adviser* che fa parte dello stesso gruppo della società che ha costituito il fondo comune, difficilmente non avrà occasione di entrare in conflitto. Nella sua attività di consulenza consiglierà forse titoli emessi dallo stesso gruppo; sarà inamovibile⁴⁵, indipendentemente dalla sua efficienza e professionalità; riceverà una remunerazione notevole, forse sproporzionata.

Il problema della nomina dell'*adviser* ha dato luogo ad ampia discussione, anche sulla stampa specializzata,⁴⁶ ed è stata recentemente affrontata dalla SEC⁴⁷. I fondi sono di regola gestiti da un *investment adviser* il quale si occupa del *day-to-day business*. L'Investment Company Act pone in capo ai consigli di gestione dei fondi il compito di monitorare i possibili conflitti d'interesse con i consulenti. Le misure adottate dall'Investment Act per prevenire conflitti con i consulenti riguardano l'approvazione del contratto di consulenza da parte della maggioranza degli investitori del fondo, a cui va aggiunta l'approvazione delle condizioni contrattuali da parte della maggioranza dei consiglieri disinteressati ed ora gli obblighi di *disclosure* con riguardo alle motivazioni che hanno indotto a proporre l'approvazione di un determinato contratto di *advising*

Questione importante riguardante le condizioni contrattuali, è quella della remunerazione dei consulenti - sia i '*non-sponsor advisers*' (i.e. i consulenti di fondi sponsorizzati da terzi che non hanno alcun rapporto con il consulente) che gli '*sponsor advisers*'. La *disclosure* richiesta dall'Investment Company Act riguarda anche le modalità di determinazione della remunerazione. L'*investment adviser* è tenuto ad una serie di obblighi fiduciari nei confronti del fondo e dei suoi partecipanti, in particolare con riguardo alla remunerazione che riceve dal fondo⁴⁸. La giurisprudenza

⁴⁵ Gary Gensler, *Davanti alla U.S. House of Representatives Committee on Financial Services, Subcommittee on Capital Markets, Insurance and Government Sponsored Enterprises*, 108th Cong., 1° Sess. (12/marzo/2003) ha osservato "I consigli di gestione dei fondi comuni revocano il mandato dei propri *advisers* con la stessa frequenza con cui i cavalli da corsa licenziano i propri fantini".

⁴⁶ Ad esempio in *Special Report:Perils in the Savings Pool — Mutual Funds*, The Economist, Nov. 8, 2003, p. 65 ove si poneva in risalto la tendenza dei consigli di approvare i contratti dei consulenti automaticamente.

⁴⁷ Emendamenti e nuove regole del 23 giugno 2004, v. nota 37.

⁴⁸ Investment Company Act – Sezione 36 'Breach of Fiduciary Duty'

(a) Civil actions by Commission; jurisdiction; allegations; injunctive or other relief. The Commission is authorized to bring an action in the proper district court of the United States, or in the United States court of any territory or other place subject to the jurisdiction of the United States, alleging that a person serving or acting in one or more of the following capacities has engaged within five years of the commencement of the action or is about to engage in any act or practice constituting a breach of fiduciary duty involving personal misconduct in respect of any registered investment company for which such person so serves or acts--

1. as officer, director, member of any advisory board, investment adviser, or depositor; or

2. as principal underwriter, if such registered company is an open-end company, unit investment trust, or face-amount certificate company.

If such allegations are established, the court may enjoin such persons from acting in any or all such capacities either permanently or temporarily and award such injunctive or other relief against such person as may be reasonable and appropriate in the circumstances, having due regard to the protection of investors and to the effectuation of the policies declared in section 1(b) of this title [15 USCS § 80a-1(b)].

(b) Compensation or payments as basis of fiduciary duty; civil actions by Commission or security holder; burden of proof; judicial consideration of director or shareholder approval; persons liable; extent of liability; exempted transactions; jurisdiction; finding restriction. For the purposes of this subsection, the investment adviser of a registered investment company shall be deemed to have a fiduciary duty with respect to the receipt of compensation for services, or of payments of a material nature, paid by such registered investment company, or by the security holders thereof, to such investment adviser or any affiliated person of such investment adviser. An action may be brought under this subsection by the Commission, or by a security holder of such registered investment company on behalf of such company, against such investment adviser, or any affiliated person of such investment adviser, or any other person enumerated in subsection (a) of this section who has a fiduciary duty concerning such compensation or payments, for breach of fiduciary duty in respect of such compensation or payments paid by such registered investment company or by the security holders thereof to such investment adviser or person. With respect to any such action the following provisions shall apply:

1. It shall not be necessary to allege or prove that any defendant engaged in personal misconduct, and the plaintiff shall have the burden of proving a breach of fiduciary duty.

2. In any such action approval by the board of directors of such investment company of such compensation or payments, or of contracts or other arrangements providing for such compensation or payments, and ratification or approval of such compensation or payments, or of contracts or other arrangements providing for such compensation or payments, by the shareholders of such investment company, shall be given such consideration by the court as is deemed appropriate under all the circumstances.

3. No such action shall be brought or maintained against any person other than the recipient of such compensation or payments, and no damages or other relief shall be granted against any person other than the recipient of such compensation or payments. No award of damages shall be recoverable for any period prior to one year before the action was instituted. Any award of damages against such recipient shall be limited to the actual damages resulting from the breach of fiduciary duty and shall in no event exceed the amount of compensation or payments received from such investment company, or the security holders thereof, by such recipient.

4. This subsection shall not apply to compensation or payments made in connection with transactions subject to section 17 of this title [15 USCS § 80a-17], or rules, regulations, or orders thereunder, or to sales loads for the acquisition of any security issued by a registered investment company.

5. Any action pursuant to this subsection may be brought only in an appropriate district court of the United States.

6. No finding by a court with respect to a breach of fiduciary duty under this subsection shall be made a basis (A) for a finding of a violation of this title for the purposes of sections 9 and 49 of this title [15 USCS §§ 80a-9, 80a-48], section 15 of the securities Exchange Act of 1934 [15 USCS § 78o], or section 203 of title II of this Act [15 USCS § 80b-3], or (B) for an injunction to prohibit any person from serving in any of the capacities enumerated in subsection (a) of this section.

(c) Corporate or other trustees performing functions of investment advisers. For the purposes of subsections (a) and (b) of this section, the term "investment adviser" includes a corporate or other trustee performing the functions of an investment adviser.

ha però di regola interpretato in modo restrittivo l'obbligo fiduciario previsto dalla sezione 36(b) relativo alla remunerazione⁴⁹.

Altra struttura in cui si possono annidare conflitti d'interesse è il consiglio di gestione del fondo. Avere nel consiglio una maggioranza di esponenti (non-indipendenti) delle società appartenenti allo stesso gruppo a cui appartiene il fondo può dare luogo a notevoli temperamenti nell'adempimento dei doveri fiduciari da parte del consiglio. Ne sono stati un esempio le pratiche di *late trading* e *market timing* consentite ed incoraggiate dai maggiori esponenti dei consigli di gestione di alcuni fondi, in cambio di investimenti in altre società e fondi del gruppo (per es. il caso Alliance).

La SEC è intervenuta con il potenziamento degli obblighi di *disclosure* (ad es. in relazione ai procedimenti di nomina del consiglio o ai contratti con i consulenti) ed ha incrementato (almeno sulla carta) l'indipendenza del consiglio di gestione, ridisegnandolo come forte rappresentante degli interessi degli investitori.

Questi interventi pongono bene in risalto lo sforzo regolamentare della SEC, la quale non risponde solamente agli scandali finanziari ormai noti, ma cerca di prevenire scandali futuri; il tentativo è quello di monitorare meglio le situazioni di conflitto d'interesse e le conseguenti violazioni di doveri fiduciari che si annidano nell'industria dei fondi comuni.

In generale, l'intervento regolamentare è avvenuto sostanzialmente su tre livelli. Ad un primo livello vi è stata una risposta specifica alle condotte illecite scoperte e rese pubbliche nell'ultimo anno: *market timing* e *late trading*. Ad un secondo livello, la SEC ha adottato una serie di modifiche e di nuove regole che cambiano sia la *fund governance* che gli obblighi di *disclosure* non solo per rispondere ai recenti scandali ma con un occhio anche al futuro sviluppo dell'industria dei fondi comuni (e non ultimo in uno sforzo 'pubblicitario' per ristabilire la fiducia degli investitori). Il terzo livello riguarda le proposte per prevenire e reprimere qualunque tipo di condotta illecita da parte dei fondi, consulenti ed intermediari, prima che queste condotte illecite assumano proporzioni e risvolti che, cumulati a quelli più recenti, potrebbero risultare 'epidemici' per gli investitori sfiduciati. Su quest'ultimo livello descritto si assestano una serie di proposte recenti.

⁴⁹ La giurisprudenza maggioritaria ha ritenuto che la sezione 36(b) riguardi esclusivamente remunerazioni eccessive. Così *Migdal v. Rowe Price-Fleming Int'l, Inc.*, 248 F.3d 321, 327 (4th Cir. 2001); *Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Mgmt., Inc.*, 694 F.2d 923, 928 (2nd Cir. 1982). Una giurisprudenza minoritaria ha invece ritenuto possibile una lettura meno rigida della norma. Ad es. *Green v. Fund Asset Management, L.P.*, 19 F. Supp. 2d 227, 234-35 (D.N.J. 1998) ove la Corte consentì agli attori di agire per ottenere la pronuncia della Corte che affermasse che l'accordo sulla remunerazione era stato concluso in conflitto d'interessi, in violazione del dovere fiduciario contenuto nella sezione 36(b).

Una problematica che ha coinvolto le autorità regolamentari su questo 'terzo livello' ha riguardato le situazioni di conflitto d'interessi in cui può versare il *portfolio manager* di un fondo. I fondi sono infatti generalmente gestiti esternamente da un consulente il quale conferisce l'incarico della gestione ad un *portfolio manager*. I prospetti dei fondi, secondo la regolamentazione attuale, devono fornire informazioni dei soggetti responsabili della gestione del fondo, ma nel caso in cui vi sia un gruppo responsabile, non è necessario rendere noti i singoli componenti – il che può consentire una gestione senza spendita del proprio nome da parte di chi, ad esempio, è anche gestore di un *hedge fund* e quindi lo potrebbe agevolare, ad esempio in operazioni illecite (per es. *late trading*).

Con la nuova regolamentazione proposta⁵⁰, si vorrebbe estendere l'obbligo di *disclosure* all'intero *management team*. Si imporrebbe poi di fornire informazioni aggiuntive sui *portfolio managers* quali ad esempio: gli altri conti o portafogli che gestiscono; la loro remunerazione; la proprietà dei titoli nei conti che gestiscono. Tale proposta va quindi ad incidere ad esempio sul conflitto che può sorgere fra gli interessi degli investitori del fondo e gli interessi di altri clienti (ad es. *hedge funds* e fondi pensione).

Un'altra situazione da cui spesso può sorgere una violazione di doveri fiduciari riguarda il *revenue sharing* ed il *directed brokerage*⁵¹. I consulenti del fondo scelgono quale intermediario condurrà le operazioni di negoziazione del portafoglio titoli e spesso utilizzano le commissioni per tali operazioni anche per remunerare gli intermediari che vendono le quote dei fondi. Il limitato numero di canali di distribuzione fa infatti sì che vi sia una concorrenza fra gruppi di fondi e consente agli intermediari di chiedere una remunerazione aggiuntiva ai consulenti i quali la pagano direttamente ('*revenue sharing*') o utilizzando le commissioni pagate dal fondo che spesso sono maggiori rispetto al costo effettivo delle operazioni di negoziazione (*directed brokerage*). Gli accordi a tal fine altro non sono che accordi per l'acquisto di un posto nella vetrina della catena di distribuzione dell'intermediario (c.d. *shelf space*).

Le commissioni di intermediazione potrebbero, secondo la vasta maggioranza dei commentatori, essere invece impegnate altrove, per ridurre le spese del fondo, a vantaggio degli investitori. Appaiono indubbi invece i vantaggi per i consulenti i quali non si vedono costretti a contribuire con le proprie spese (nel caso del *directed*

⁵⁰ Proposed Disclosure Regarding Portfolio Managers of Registered Management Investment Companies [Release Nos. 33-8396; 34-49398; IC-26383; File No. S7-12-04] (11 marzo 2004) 17 CFR Parts 239, 249, 270 and 274 RIN 3235-AJ16.

⁵¹ Sono state già state coinvolte ad esempio Capital Research and Management che gestisce il gruppo American funds. In particolare, a novembre 2003 Morgan Stanley ha raggiunto un *settlement* di \$50 milioni per tali pratiche, la stessa cifra che pagato la Massachusetts Financial Services.

brokerage) e vengono pagati solitamente in percentuale sulle somme gestite (più quote sono vendute più guadagnano). Vanno poi poste in rilievo le notevoli difficoltà pratiche affinché il consiglio di gestione del fondo possa monitorare gli accordi fra consulenti ed intermediari. In fine, tali accordi incentivano gli intermediari a raccomandare le quote di quei fondi con cui hanno accordi, senza considerare i veri bisogni del cliente-investitore.

La SEC ha proposto⁵² una modifica che proibirebbe la possibilità per i fondi di remunerare un intermediario per la promozione delle proprie quote, ad esempio attribuendogli le operazioni sul portafoglio titoli. Alternativamente, la SEC ha proposto di potenziare gli obblighi di *disclosure* agli investitori sull'utilizzo delle *brokerage commissions*.

Con tutta probabilità la regola finale che la SEC adotterà sarà un compromesso fra queste due alternative, che comunque la vedrà intervenire per incrementare gli obblighi di *disclosure*, cardine della sua politica regolamentare.

Proprio questa volontà della SEC di una maggiore informazione, l'ha portata a proporre⁵³ l'obbligo di registrazione, con conseguente maggiore trasparenza, di alcuni *hedge fund advisers*.⁵⁴ All'attuale totale mancanza di poteri di controllo e di informazione da parte della SEC nei confronti di tali soggetti, si aggiunge, come argomento a favore della proposta, che questi fondi erano spesso coinvolti nelle pratiche illecite scoperte nell'ultimo anno (*market timinge late trading*).⁵⁵

La recente crescita ed evoluzione della proprietà di tali fondi obbligherebbe, secondo la SEC, ad un maggiore controllo ed un monitoraggio continuo, attraverso l'applicazione dell'Investment Advisers Act. Questo imporrebbe ad esempio che i

⁵² Proposed Prohibition on the Use of Brokerage Commissions to Finance Distribution [Release No. IC-26356; File No. S7-09-04] (24 febbraio 2004) 17 CFR Part 270 RIN 3235-AJ07.

⁵³ Proposed Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers [Release No. IA-2266; File No. S7-30-04] (20 luglio 2004) 17 CFR Parts 275 and 279 RIN 3235-AJ25.

⁵⁴ Al momento i *hedge funds* non hanno l'obbligo di registrazione. Sono patrimoni d'investimento privati, disciplinati dal contratto di investimento firmato con gli *sponsors* del fondo. Ad eccezione delle norme contro la frode, sono esenti da qualunque regolamentazione della SEC in applicazione delle *federal securities laws*. Gli *sponsors* non sono sottoposti ad alcun limite nella gestione del fondo, quali ad esempio i limiti sulla composizione del loro portafoglio, e non hanno alcun obbligo di informare dei titoli posseduti e della performance del fondo, salvo gli obblighi previsti dal contratto con gli investitori.

⁵⁵ Per completezza vanno richiamate le indagini delle autorità: sui '*soft dollar commissions*' (commissioni utilizzate da *investment banks* per scopi diversi da quelli previsti, e sconosciuti agli investitori); sui pagamenti da parte di alcuni fondi affinché siano compresi nei piani pensione di alcune società.

consulenti adottino le politiche e le procedure per prevenire violazioni dell'Act, designando un *chief compliance officer*, secondo la disciplina già riferita.

La proposta è interessante e lungimirante e certamente sfrutta il momento particolare dell'industria dei fondi comuni, in cui la maggiore fermezza dei regolatori potrebbe essere trasportata ai *hedge funds* sull'onda dello spirito riformatore.

7. Spunti di riflessione italiani: il Ddl sul risparmio.

Il Testo Unico della Finanza disciplina gli organismi d'investimento collettivo del risparmio (OICR) e, fra questi, i fondi comuni (aperti) di investimento. In particolare, il legislatore definisce la 'gestione collettiva del risparmio' come: la promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni di investimento e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti; la gestione del patrimonio (di fondi comuni di investimento o SICAV) di propria o altrui istituzione.

La prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio è poi riservata alle società di gestione di risparmio ed alle SICAV (art. 33, I comma T.U.F.). Il Testo Unico ha quindi previsto, innovando, un modello organizzativo unitario minimo, rimandando alla normativa regolamentare la concreta e specifica disciplina delle modalità di gestione.

Il Regolamento di attuazione concernente la disciplina degli intermediari adottato dalla Consob⁵⁶ impone in particolare una serie di doveri di comportamento alla società di gestione del risparmio. L'articolo 48 del regolamento disciplina gli obblighi di comportamento generali della società di gestione del risparmio la quale è tenuta, nell'interesse dei partecipanti e dell'integrità del mercato mobiliare, ad operare "in modo indipendente e coerente con i principi e le regole generali del Testo Unico; ...nel rispetto degli obiettivi di investimento indicati nel prospetto informativo degli OICR gestiti; ... (astendosi) da ogni comportamento che possa avvantaggiare un patrimonio gestito... a danno di un altro; ... al fine di contenere i costi a carico degli OICR gestiti e di ottenere dal servizio svolto il miglior risultato possibile, anche in relazione agli obiettivi di investimento degli stessi OICR".

L'articolo successivo disciplina specificamente il conflitto d'interessi, obbligando le società di gestione del risparmio a vigilare per l'individuazione dei conflitti d'interessi, autorizzandole preventivamente a compiere operazioni in cui

⁵⁶ *Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli intermediari* (adottato dalla Consob con delibera n. 11522 del 1° luglio 1998 e successivamente modificato con delibere n. 11745 del 9 dicembre 1998, n. 12409 del 1° marzo 2000, n. 12498 del 20 aprile 2000, n. 13082 del 18 aprile 2001 e n. 13710 del 6 agosto 2002).

abbiano “direttamente o indirettamente un interesse in conflitto, anche derivante da rapporti di gruppo o da rapporti di affari propri o di società del gruppo, a condizione che sia comunque assicurato un equo trattamento degli OICR avuto anche riguardo agli oneri connessi alle operazioni da eseguire”. La disposizione contiene inoltre una disciplina generale dei casi in cui i contratti conclusi dalla società di gestione del risparmio siano in conflitto con gli interessi dei partecipanti del fondo, ai quali spetterà una apposita informativa nel prospetto riguardo alle utilità percepite da tali soggetti terzi dalla società di gestione del risparmio e non direttamente derivanti dai fondi a titolo di commissioni gestionali. Il fondo non dovrà poi essere gravato da oneri altrimenti evitabili o escluso dalla percezione di utilità ad esso spettanti.

Interessanti sono poi le procedure interne delle quali si devono dotare anche le società di gestione del risparmio, quali ad esempio i *chinese walls*. La disciplina regolamentare prevede poi che le società di gestione del risparmio costituiscano una apposita funzione di controllo interno, “assegnata ad apposito responsabile svincolato da rapporti gerarchici rispetto ai responsabili dei settori di attività sottoposti al controllo. Egli svolge la propria attività in modo autonomo e indipendente e riferisce degli esiti dell'attività con obiettività e imparzialità”.

L'articolo 58 prevede poi un codice di comportamento che le SGR sono tenute ad adottare. I partecipanti hanno infine diritto ad un resoconto informativo, con periodicità semestrale. Il *regolamento recante norme per la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento*⁵⁷ aggiunge inoltre una serie di documenti contabili che devono essere resi disponibili per il pubblico.

L'impressione che si ha è di una disciplina mirata a fronteggiare solo alcune situazioni di conflitto d'interesse, ad esempio prevedendo che vi sia un controllore interno (figura che richiama in parte il *Chief Compliance Officer* americano). Va però posto in risalto che sarà chi è in conflitto a dover assicurare l'equo trattamento richiesto dalla norma regolamentare: sarà la società di gestione del risparmio che, pur potendo perseguire unicamente il proprio interesse, dovrà anche perseguire quello degli investitori, assicurando almeno un equo trattamento.

La figura del controllore interno non sembra un serio freno alle violazioni del dovere fiduciario: tale soggetto sarà comunque legato alla società di gestione del risparmio; probabilmente rivestirà anche altre cariche alle dipendenze della società di gestione del risparmio; non è escluso che sia controllore interno di più fondi. Le

⁵⁷ Adottato dal Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica con decreto del 24 maggio 1999, n. 228 e successivamente modificato con decreto del 22 maggio 2000, n. 180 e con decreto del 31 gennaio 2003, n. 47.

ipotesi di conflitto, proprio alla luce della casistica statunitense brevemente esaminata, sembrano potersi moltiplicare.

Il disegno di legge sul risparmio, sia nella versione originaria che nella proposta di testo unificato presentata dai relatori il 4 maggio 2004⁵⁸ si occupa del tema dei conflitti d'interesse negli organismi di investimento collettivo del risparmio. In particolare il disegno di legge governativo prevedeva all'articolo 41 la delega al Governo ad adottare, entro sei mesi dalla data di entrata in vigore della legge, norme dirette a disciplinare i conflitti di interessi degli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) nel rispetto di una serie di principi e criteri direttivi quali la limitazione dell'investimento in titoli emessi o collocati da società appartenenti allo stesso gruppo della società di gestione del fondo... ovvero emessi o collocati da società appartenenti a gruppi dalle cui società la società di gestione abbia ricevuto rilevanti concessioni di credito. Viene poi affidata all'autorità di mercato la potestà regolamentare attuativa.

La proposta di testo unificato di maggio 2004 prevede all'articolo 8 la delega al Governo ad adottare, entro sei mesi dalla data di entrata in vigore della legge, uno o più decreti legislativi diretti a disciplinare i conflitti d'interessi degli organismi d'investimento collettivo del risparmio (OICR) nel rispetto degli stessi principi e criteri direttivi salvo l'estensione del criterio direttivo dell'erogazione rilevante del credito a comprendere anche l'erogazione a favore di società del gruppo della società di gestione del risparmio. Rimane ovviamente la potestà attuativa regolamentare dell'autorità di mercato.

Ad una prima lettura sembra che il disegno di legge per la tutela del risparmio incida solo parzialmente sulla problematica del conflitto d'interessi negli OICR e nei fondi comuni in particolare. La proposta di riforma sembrerebbe incidere solo su quelle realtà di gruppo in precedenza trascurate dal legislatore e prese in considerazione in sede regolamentare per autorizzarle preventivamente qualora sia comunque perseguito l'equo trattamento degli investitori.

La Alliance che consente il *market timing* in alcuni suoi fondi (ledendo gli interessi degli investitori che è tenuta invece a proteggere) in cambio di investimenti in altre sue proprietà o altre gestioni patrimoniali, rientrerebbe quindi nell'ipotesi di conflitto delineata dalla nuova proposta di legge. Sarà compito dell'autorità di mercato colmare invece le lacune della nuova proposta di legge con riguardo alle altre situazioni di conflitto d'interesse.

⁵⁸ Camera dei Deputati «*Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*». Commissioni riunite Finanze ed Attività produttive (Ddl 2436, 4643, 4551, 4586, 4622, 4639, 4705, 4746 e 4747/C).

A seguito del venir meno del tentativo *bipartisan* sul Ddl, permane comunque l'urgenza di un intervento, anche al fine di stimolare la fiducia degli investitori, per predisporre: nuovi strumenti di controllo degli investitori; maggiore trasparenza sui rapporti fra fondo, società di gestione del risparmio, gli altri fondi e le altre attività e società della società di gestione del risparmio e del gruppo a cui appartiene; *disclosure* sui procedimenti di nomina del controllore interno; maggiore risalto e pubblicità del suo operato, *disclosure* sul gestore del portafoglio titoli del fondo, su come vengono utilizzate le commissioni di negoziazione, su come e se è consentito il *market timing*

8. Conclusioni.

I recenti scandali finanziari che hanno interessato l'industria dei fondi comuni americani sono indice di una crisi di legalità a cui le autorità americane cercano di rispondere con indagini, risarcimenti, restituzioni ed una 'tattica aggressiva' nella proposizione di nuove regole. La *Securities and Exchange Commission*, traendo spunto dalla necessità di alcune norme regolamentari per combattere le pratiche di *market timing* e di *late trading* scoperte di recente, è andata oltre: nuove norme che accentuano una *fund governance* dominata da consigli di gestione indipendenti; una *disclosure* che copre ogni situazione che potrebbe potenzialmente far sorgere un conflitto d'interessi (dai contratti con i gestori e consulenti ai procedimenti di nomina dei consigli); una nuova figura il cui compito è esclusivamente quello di monitorare l'adempimento del fondo e della società di gestione o consulenza alla regolamentazione del settore (*Chief Compliance Officer*).

La SEC ha poi colto l'occasione per guardare oltre, per portare a compimento un'opera di riforma: le proposte per la *disclosure* del *portfolio manager*, la registrazione dei *hedge fund advisers*; il *directed brokerage*. Il tentativo è ovviamente quello di ristabilire la fiducia degli investitori, in un'operatività in cui è ridimensionata l'incidenza delle situazioni di conflitto d'interesse.

Il disegno di legge sul risparmio italiano, oggetto di vivace di dibattito negli ultimi mesi, si occupa specificamente dei conflitti di interesse negli organismi di investimento collettivo, in particolare demandando una disciplina attuativa alla nuova *authority* del mercato. Il disegno pone comunque in risalto la dimensione del gruppo e delle società appartenenti al gruppo della società di gestione di risparmio, quale fonte di possibili conflitti d'interesse (assieme al conflitto legato all'erogazione del credito).

La norma proposta non sembra portare grandi novità alla disciplina regolamentare già esistente, se non il tentativo di ridare flessibilità alla normativa, attribuendo un ampio potere regolamentare all'*authority*. Mira inoltre, anche sul piano emotivo del post Cirio e Parmalat, a dare una spinta propulsiva agli organi di

controllo ed ai soggetti del mercato, dirigendo il loro operato verso l'attenuazione delle situazioni di conflitto e verso la tutela sempre più piena del vincolo fiduciario .

La crescente preoccupazione per la tutela delle minoranze e dei soggetti più deboli (i risparmiatori) è del resto resa evidente dalla riscoperta dell'importanza di una disciplina del mercato che tuteli l'investitore, ed in particolare il vincolo fiduciario che lo lega ai vari soggetti più forti del mercato: intermediari; società di gestione del risparmio; consulenti.